

瑞康医药(002589)/医药商业

器械全国分销网络加速布局, 业绩进入高速增长期

评级: 买入(维持)

市场价格: 40.03

目标价格: 48-56

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

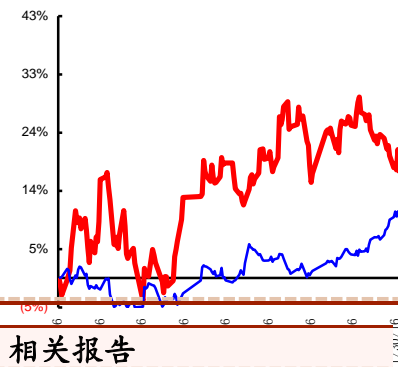
电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	654
流通股本(百万股)	300
市价(元)	40.03
市值(百万元)	26,189
流通市值(百万元)	12,018

股价与行业-市场走势对比



相关报告

瑞康医药(002589)-公司深度研究: 全国网络布局提速, 打造新型商业平台
2017-02-12

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,749.96	15,618.6	24,714.9	33,824.6	41,663.6
增长率 yoy%	25.23%	60.19%	58.24%	36.86%	23.18%
净利润	235.9	590.76	1,052.27	1,501.57	1,857.18
增长率 yoy%	30.36%	150.39%	78.12%	42.70%	23.68%
每股收益(元)	0.43	0.90	1.61	2.30	2.84
每股现金流量	-0.84	-2.69	-0.41	-0.26	0.61
净资产收益率	7.39%	8.59%	13.37%	16.03%	16.54%
P/E	84.40	35.94	24.89	17.44	14.10
PEG	2.7	0.24	0.32	0.41	0.60
P/B	6.23	3.09	3.33	2.79	2.33

备注:

投资要点

■ 事件: 1. 2017年3月30日晚公司发布2016年年报, 2016年公司实现营业收入156.2亿, 同比增长60.2%; 归母净利润5.91亿, 同比增长150.4%; 扣非净利润5.72亿, 同比增长151.8%。每10股派发现金红利0.91元(含税), 同时每10股转增13股。2. 公司调整会计准则的坏账计提标准。3. 公司公布2017年1季度业绩预告, 预计比上年同期增长205%-255%, 预计利润区间为2.6亿-3.0亿。

■ 2016年业绩符合预期, 2017年业绩有望延续高速增长: 2016年药品配送业务总收入126.7亿元, 同比增长46.1%; 器械配送总收入29.0亿元, 同比增长176.0%。高利润率的器械业务占比大幅提升, 部分介入CSO业务使得药品配送毛利率同比大幅提升。2017年处于快速扩张期的器械业务与受益于招标的药品配送业务共同推动下, 公司业绩有望继续保持高速增长。

■ 2016年各季度收入利润逐季增长, 持续的外延收购落地贡献显著。2016年4季度实现销售收入47.3亿, 同比增长74%, 环比增长19%。

公司虽然修改应收账款计提规则, 但是依然是很谨慎的计提原则。不考虑计提带来的影响, 预计1季度业绩增长100%左右: 公司之前的坏账计提标准过度谨慎, 已不能适应公司全国化发展的业务模式。会计准则调整对1季度业绩影响较大, 我们测算受影响的回转损益在9000万左右; 扣除此影响后, 公司1季度业绩预报在1.7-2.1亿间基本复合预期。

■ 器械业务省外扩张顺利, 平台价值逐步显现: 公司已收购超50家器械分销公司并初步完成20个的省级配送平台的搭建; 2017-2018继续加快全国器械销售网络建设, 目标31省市13条业务线, 打造全国器械经销平台。

■ 盈利预测和投资建议: 我们预计2017-2019年公司收入分别为247亿元、338亿元、417亿元, 同比分别增长58.2%、36.9%、23.2%; 归属于母公司净利润分别为10.5亿元、15.0亿元、18.6亿元, 同比分别增长78.1%、42.7%、23.7%; 对应EPS分别为1.61元、2.30元、2.84元; 对应PE分别为25倍、17倍、14倍。我们给予瑞康医药2017年30-35倍PE, 上调公司目标股价48-56元, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 医药行业政策风险; 器械业务拓展不及预期的风险。

内容目录

收入快速增长、毛利率快速提升	- 3 -
利润表基础数据解读	- 3 -
分季度看，伴随外延扩张，各季度营收和利润呈加速增长态势	- 4 -
器械分销业务快速向省外复制，药品业务保持高增长	- 5 -
省外扩张顺利，平台价值逐步显现	- 5 -
药品配送实现跨省复制，山东招标促进业务发展	- 5 -
器械分销业务高利润率，全国范围快速布局	- 6 -
公司适当修改会计准则，与同行相比仍较为谨慎	- 6 -
风险提示	- 7 -

图表目录

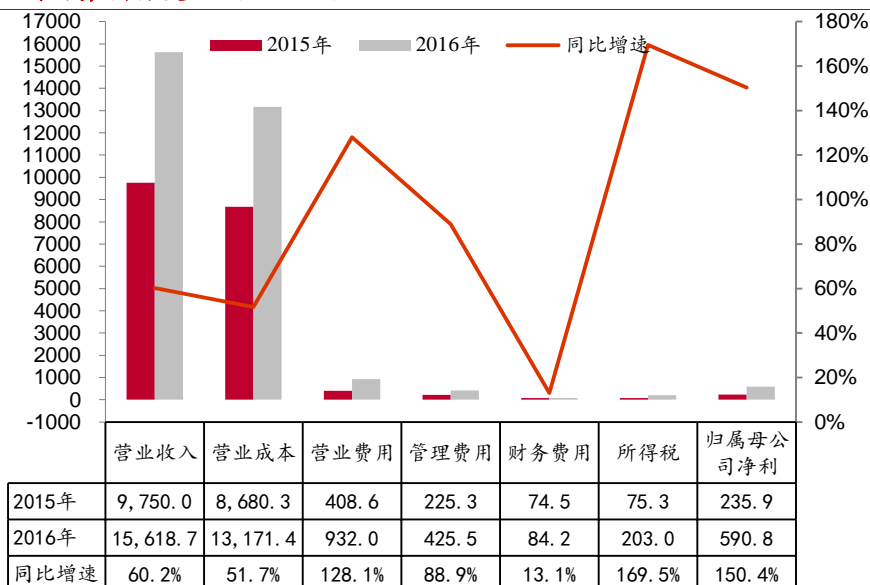
图表 1：瑞康医药主要财务指标变化（百万元）	- 3 -
图表 2：瑞康医药 2012-2016 主营业务构成	- 3 -
图表 3：瑞康医药 2012-2016 毛利率水平（单位：%）	- 3 -
图表 4：瑞康医药 2014-2016 应收账款周转天数	- 4 -
图表 5：瑞康医药 2014-2016 应付账款周转天数	- 4 -
图表 6：瑞康医药 2014-2016 资产负债率情况	- 4 -
图表 7：瑞康医药 2014-2016 经营性现金流（百万元）	- 4 -
图表 8：瑞康医药分季度财务数据（百万元）	- 5 -
图表 9：瑞康医药分季度营业收入变化	- 5 -
图表 10：瑞康医药分季度归母净利润变化	- 5 -
图表 11：瑞康医药 2016 年所收购的代表性器械公司（单位：百万元）	- 6 -
图表 12：瑞康医药应收账款坏账计提标准与同行业对比情况	- 7 -
图表 13：瑞康医药财务预测模型	- 7 -

收入快速增长、毛利率快速提升

利润表基础数据解读

- 2016年业绩情况:**2016年公司实现营业收入156.2亿,同比增长60.2%;归母净利润5.91亿,同比增长150.4%;扣非净利润5.72亿,同比增长151.8%。公司拟以总股本654,221,944股为基数,向全体股东每10股派发现金红利0.91元(含税),同时以资本公积金向全体股东每10股转增13股。
- 分区域收入情况:**2015年公司走出山东,器械分销和药品配送业务通过外延并购迅速向全国多个省份拓展,目前山东地区的业务占比由2015年的96.9%下降至2016年的76.1%。北京、山西、湖南、河南等省份已实现较大规模的销售,公司全国分销网络布局有序进行。

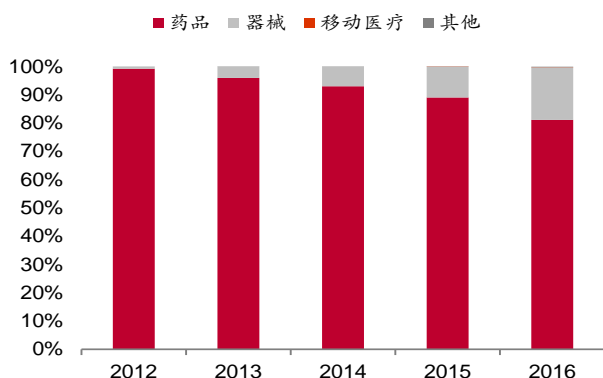
图表1: 瑞康医药主要财务指标变化(百万元)



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

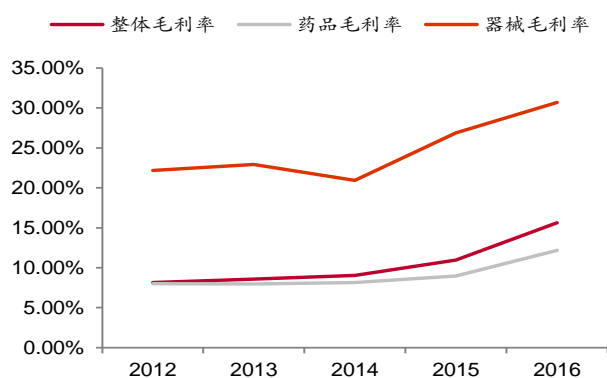
- 收入结构与毛利率情况:**自公司2012年起大力发展器械分销业务以来,2016年器械业务占比已达18.5%;2014-2016期间,药品和器械毛利率持续快速提升,现分别达到12.2%和30.7%;盈利能力提升迅速。

图表2: 瑞康医药2012-2016 主营业务构成



来源: 中泰证券研究所

图表3: 瑞康医药2012-2016 毛利率水平(单位: %)

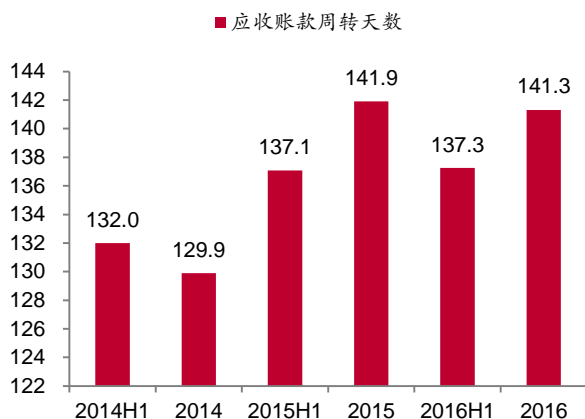


来源: 中泰证券研究所

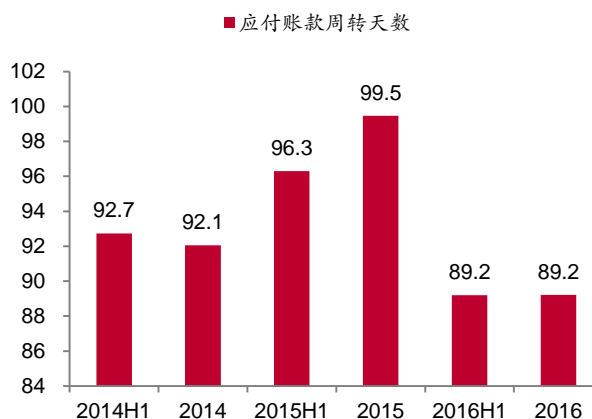
- 公司的运营情况基本保持稳定:**2016年公司应收账款周转天数较2015

年保持稳定，均为 141 天，这也间接印证公司 2016 年业绩真实可靠；而公司给上游付款的平均周期略有所缩短，约为 90 天时间，改善的付款周期有益于公司保持与供应商之间的良好合作关系。

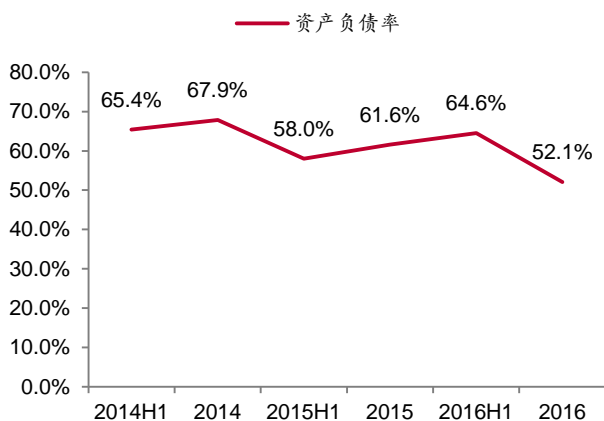
- **公司负债率情况良好，经营性现金流表现不佳：**公司顺利增发融资后 2016 年底公司净资产已达 68.8 亿元，资产负债率降为 52.1%，对比同行平均 60% 以上的负债率，公司仍有较高的杠杆率提升空间，可为业务扩张发展提供有力支持。另一方面，由于医药商业模式的行业性问题和公司快速扩张的发展策略，公司的经营性现金流依然表现不佳。

图表 4：瑞康医药 2014-2016 应收账款周转天数


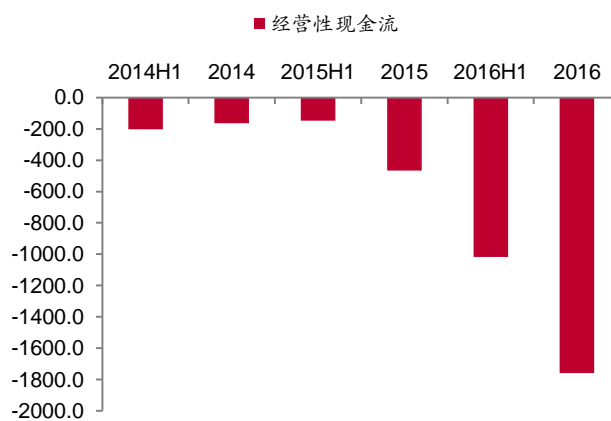
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 5：瑞康医药 2014-2016 应付账款周转天数


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 6：瑞康医药 2014-2016 资产负债率情况


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 7：瑞康医药 2014-2016 经营性现金流（百万元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

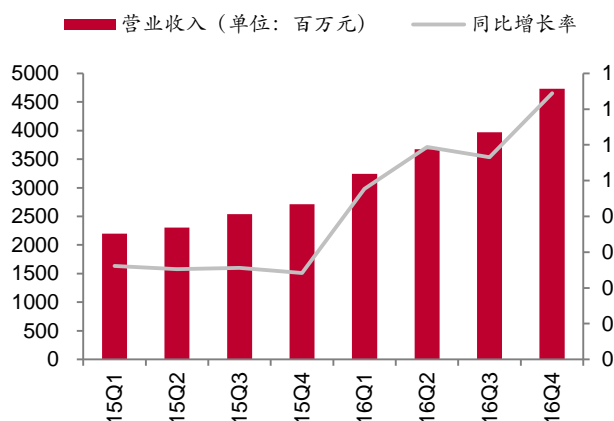
分季度看，伴随外延扩张，各季度营收和利润呈加速增长态势

- **公司各季度，业绩同比环比持续高增长。**2016 年 4 季度实现销售收入 47.3 亿，同比增长 74%，环比增长 19%。整体看 2016 年收入和利润是逐季增加的，公司持续的外延收购给公司带来了较大的业绩增量。

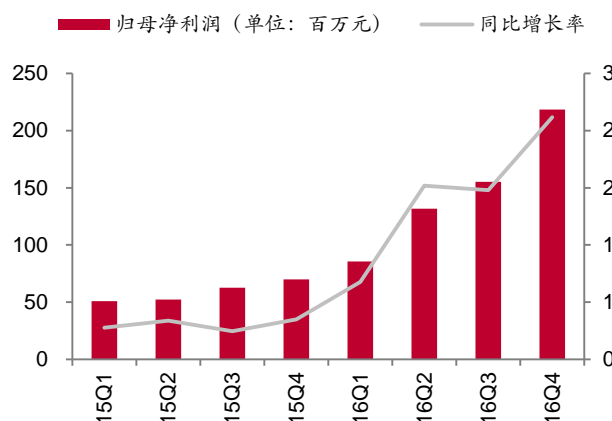
图表 8：瑞康医药分季度财务数据（百万元）

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	2,196.04	2,305.06	2,537.75	2,711.10	3,242.74	3,675.26	3,972.58	4,728.08
营收同比增长	26.11%	25.23%	25.62%	24.16%	47.66%	59.44%	56.54%	74.40%
营收环比增长	0.57%	4.96%	10.09%	6.83%	19.61%	13.34%	8.09%	19.02%
营业成本	2,012.36	2,054.59	2,256.75	2,356.65	2,858.27	3,134.94	3,288.09	3,890.09
营业费用	50.19	107.45	115.68	135.30	140.71	223.40	256.19	311.67
管理费用	42.06	44.22	59.49	79.51	76.03	100.53	119.77	129.18
财务费用	18.14	18.96	14.48	22.92	21.50	24.30	23.06	15.36
营业利润	62.22	69.88	82.00	94.85	121.56	173.91	248.18	317.69
利润总额	65.80	68.66	86.28	97.72	121.88	183.24	250.05	322.90
所得税	14.96	17.29	19.33	23.75	28.12	37.67	52.26	84.95
归母净利润	50.99	52.30	62.60	70.05	85.46	131.74	155.19	218.37

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 9：瑞康医药分季度营业收入变化


来源：中泰证券研究所

图表 10：瑞康医药分季度归母净利润变化


来源：中泰证券研究所

器械分销业务快速向省外复制，药品业务保持高增长

省外扩张顺利，平台价值逐步显现

- 报告期内，公司共先后完成了省内外 29 家公司的收购，含子公司则超 30 家。从 2015 年中起计算，公司在国内 20 余省市收购器械或药品配送业务企业合计已近 50 家。同期公司完成了 20 余省市的省级配送平台的初步搭建，这为后期公司实现各省内配送整合、搭建第三方配送平台打下了良好的基础

药品配送实现跨省复制，山东招标促进业务发展

- 2016 年药品业务总收入 126.7 亿元，同比增长 46.1%。公司药品配送业务目前已走出山东，实现了跨省复制，2016 年控股收购六个省份的药品配送公司，药品业务的稳定增长。2016 年底，山东省开始执行药品新标，公司高端事业部业务量获得 40% 以上提升，我们预期药品业务可以 2017 年可保持 30% 以上增长速度。

器械分销业务高利润率，全国范围快速布局

- **器械配送业务发展迅速：**2016 年器械配送总收入 29.0 亿元，同比增长 176.0%。现业务已经覆盖全国 20 多个省份，且仍处于快速增长中。自 2012 年起，公司在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械和医用耗材配送服务，在省内建立了检验、介入、骨科、设备、设备维修、医护、五官科、口腔、血液透析、康复等十三大事业部，并形成了一整套符合医疗器械行业特性的质量管理及信息化管理系统。在山东省内医疗器械业务快速增长的基础上，公司医疗器械业务已走出山东，通过山东的医疗器械医用耗材经营模式跨省复制，构建起覆盖全国的医疗器械配送平台，2016 年公司业务进一步向省外拓展，完成全国 20 多个省份控股式收购医疗器械和医用耗材商业公司，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长。目前公司代理的国内外知名企业产品线涵盖了医疗机构临床的全面需求，覆盖全线科室的技术服务。
- **年报中披露的所收购的省外部分器械公司质地良好，**规模较大的几家公司平均销售净利率可达 10% 以上，合并报表后有力的提高了公司整体净利率。同时瑞康一般只占有新收购子公司 51% 的股权，充分调动了原股东的积极性。器械各业务线中，IVD 是其中最大的业务线，公司在山西、陕西、云南等地已经建立了充分的区域优势。

图表 11：瑞康医药 2016 年所收购的代表性器械公司（单位：百万元）

部分收购器械子公司	股权取得时间	取得成本	股权比例	合并收入	净利润	净利率
太原维康鸿业科技有限公司	2016.09.01	318.0	51%	166.7	20.4	12.2%
湖南润吉药业有限公司	2016.01.01	92.4	51%	646.9	32.1	5.0%
河南东泰电子科技有限公司	2016.06.01	92.8	51%	105.9	23.2	21.9%
北京时代瑞澳商贸有限公司	2016.06.01	150.2	51%	169.7	18.5	10.9%
云南金久经贸有限公司	2016.07.01	16.0	51%	74.7	12.4	16.6%
广州市励先医疗器械有限公司	2016.03.01	8.6	51%	36.0	23.7	65.8%
合计		669.4		1,163.9	130.3	11.2%

来源：中泰证券研究所

公司适当修改会计准则，与同行相比仍较为谨慎

- **公司公告修改会计准则，适度调整坏账计提标准：**上市初期，由于公司当时业务主要针对公立医院的药品配送。山东地区的医院回款周期一般少于 4 个月，所以当时公司制定了非常严格的应收账款坏账计提标准；而伴随公司近年快速的省外扩张，省外业务快速增加，器械业务占比快速提高，但器械配送的行业性回款周期更长，尽管实际应收账款收回的风险很小，但总体延长的应收账款周期给公司应收账款资产减值带来一定压力，公司适度调整会计准则比较合乎情理，修改后的现行标准相对同行总体仍偏谨慎。
- **1 季报业绩预告基本复合预期：**公司公布 2017 年 1 季报业绩预告，预计比上年同期增长 205%-255%，预计利润区间为 2.6 亿-3.0 亿，除了省内业务增长与省外业务拓展外，造成业绩大幅预增的另一重要原因是应收款项坏账计提比例变更所产生的坏账回转，总计 1.86 亿的坏账差额在经少数股东分配和扣除所得税后实际影响值约为 9000 万，修正后的预计净利润在 1.7-2.1 亿之间，基本符合我们的预期。

图表 12: 瑞康医药应收账款坏账计提标准与同行业对比情况

账龄	瑞康医药		嘉事堂	柳州医药	九州通	鹭燕医药	上海医药	国药一致	国药股份
	变更前	变更后	2016H1	2016H1	2016H1	2016H1	2016H1	2016H1	2016H1
6个月以内	1%	0.5%	1%	0.25%	0.5%	0.5%	0.5%	0%	5%
7-12个月	5%	1%	1%	5%	0.5%	0.5%	0.5%	0%	5%
1-2年	50%	10%	5%	10%	5%	5%	50%	5%	10%
2-3年	100%	30%	20%	20%	20%	30%	100%	10%	30%
3-4年	100%	100%	50%	40%	100%	50%	100%	20%	50%
4-5年	100%	100%	70%	70%	100%	70%	100%	20%	80%
5年以上	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	20%	100%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

风险提示

- 医药行业政策风险, 行业利润率下降。
- 器械业务拓展不达预期, 销售网络整合缓慢

图表 13: 瑞康医药财务预测模型

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,786	9,750	15,619	24,715	33,825	41,664	货币资金	579	1,178	2,050	6,616	8,031	10,051
增长率	31.39%	25.2%	60.2%	58.2%	36.9%	23.2%	应收账款	3,624	5,123	8,701	11,233	15,423	18,876
营业成本	-7,081	-8,680	-13,171	-20,300	-27,493	-34,126	存货	711	1,025	1,707	2,068	2,826	3,492
% 销售收入	90.9%	89.0%	84.3%	82.1%	81.3%	81.9%	其他流动资产	135	126	392	530	710	876
毛利	705	1,070	2,447	4,415	6,332	7,537	流动资产	5,049	7,452	12,850	20,448	26,990	33,296
% 销售收入	9.1%	11.0%	15.7%	17.9%	18.7%	18.1%	% 总资产	88.9%	84.1%	82.1%	93.5%	94.9%	95.7%
营业税金及附加	-13	-15	-57	-56	-84	-117	长期投资	0	7	10	10	10	10
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	固定投资	451	790	1,095	1,240	1,267	1,289
营业费用	-234	-409	-932	-1,705	-2,435	-2,833	% 总资产	7.9%	8.9%	7.0%	5.7%	4.5%	3.7%
% 销售收入	3.0%	4.2%	6.0%	6.9%	7.2%	6.8%	无形资产	139	553	1,595	75	75	75
管理费用	-132	-225	-426	-692	-964	-1,187	非流动资产	629	1,409	2,807	1,431	1,459	1,481
% 销售收入	1.7%	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%	% 总资产	11.1%	15.9%	17.9%	6.5%	5.1%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	326	421	1,033	1,961	2,848	3,400	资产总计	5,678	8,862	15,657	21,879	28,449	34,777
% 销售收入	4.2%	4.3%	6.6%	7.9%	8.4%	8.2%	短期借款	1,273	1,584	1,923	3,923	5,923	6,923
财务费用	-77	-74	-84	-140	-236	-308	应付款项	2,532	3,810	6,023	8,794	11,311	14,019
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	其他流动负债	48	63	208	333	372	457
资产减值损失	-15	-38	-90	-30	-11	-26	流动负债	3,853	5,457	8,154	13,049	17,605	21,398
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,853	5,457	8,154	13,049	17,605	21,398
营业利润	236	309	861	1,791	2,601	3,066	普通股股东权益	1,798	3,194	6,876	7,868	9,370	11,227
营业利润率	3.0%	3.2%	5.5%	7.2%	7.7%	7.4%	少数股东权益	27	210	627	962	1,473	2,151
营业外收支	6	10	17	20	22	240	负债股东权益合计	5,678	8,862	15,657	21,879	28,449	34,777
税前利润	242	318	878	1,811	2,623	3,306	比率分析						
利润率	3.1%	3.3%	5.6%	7.3%	7.8%	7.9%	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
所得税	-60	-75	-203	-423	-610	-771	每股指标						
所得税率	24.8%	23.7%	23.1%	23.4%	23.3%	23.3%	每股收益 (元)	0.831	0.425	0.903	1.608	2.295	2.839
净利润	182	243	675	1,387	2,013	2,535	每股净资产 (元)	8.251	5.760	10.510	12.027	14.322	17.161
少数股东损益	1	7	84	335	511	678	每股经营现金净流 (元)	-0.751	-0.841	-2.689	2.140	-0.278	1.862
归属于母公司的净利润	181	236	591	1,052	1,502	1,857	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.091	0.091	0.000	0.000
净利率	2.3%	2.4%	3.8%	4.3%	4.4%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.07%	7.39%	8.59%	13.37%	16.03%	16.54%
净利润	182	243	675	1,387	2,013	2,535	总资产收益率	3.19%	2.66%	3.77%	4.81%	5.28%	5.34%
少数股东损益	0	0	0	335	511	678	投入资本收益率	9.74%	8.44%	10.78%	24.52%	25.05%	25.46%
非现金支出	41	85	174	115	113	134	增长率						
非经营收益	64	63	70	120	214	68	营业总收入增长率	31.39%	25.23%	60.19%	58.24%	36.86%	23.18%
营运资金变动	-450	-857	-2,678	-223	-2,522	-1,519	EBIT增长率	19.62%	28.84%	145.59%	89.83%	45.25%	19.38%
经营活动现金净流	-164	-466	-1,759	-265	-170	396	净利润增长率	26.07%	30.36%	150.39%	78.12%	42.70%	23.68%
资本开支	177	109	317	-1,310	108	-110	总资产增长率	27.48%	56.06%	76.68%	39.74%	30.03%	22.24%
投资	-26	-301	-328	0	0	0	资产管理能力						
其他	1	10	6	0	0	0	应收账款周转天数	131.7	143.9	143.3	145.0	145.0	145.0
投资活动现金净流	-202	-400	-639	1,310	-108	110	存货周转天数	31.5	36.5	37.9	37.2	37.5	37.4
股权募资	5	1,279	3,322	0	0	0	应付账款周转天数	93.3	100.8	90.4	90.0	90.0	90.0
债权募资	360	296	43	2,000	2,000	1,000	固定资产周转天数	14.7	21.2	20.0	15.3	11.8	9.5
其他	-87	-229	-132	-143	-296	-308	偿债能力						
筹资活动现金净流	277	1,346	3,233	1,857	1,704	692	净负债/股东权益	38.03%	11.93%	-1.69%	-30.51%	-19.44%	-23.38%
现金净流量	-88	479	835	2,902	1,426	1,198	EBIT利息保障倍数	4.3	5.6	12.3	14.0	12.1	11.0
							资产负债率	67.85%	61.58%	52.08%	59.64%	61.88%	61.53%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。